

评级：审慎推荐（维持）

电力设备

公司半年报点评

证券研究报告

分析师 何本虎 S1080510120013

电 话：0755-25832648

邮 件：hebenhu@fcsc.cn

华锐风电(601558)

——行业、盈利双重压力，维持“审慎推荐”

事件：8月28日，公司公布2012上半年业绩，上半年实现收入3086百万元，同比增长-42.0%，实现净利润25百万元，同比增长-96.0%，对应的EPS为0.01元。

要点：

1、收入下降显示行业压力

上半年，公司实现收入3086百万元，同比下降42.0%。虽然有产品价格下降的因素，但行业因素决定的结算数量下降成为收入下降的主要原因。

与金风科技类似，下降幅度超过30%，公司以42.0%对应金风科技的32.9%。差异主要体现在两个方面：一方面，公司的1.5MW产品下降幅度接近80%，远超过金风科技。另一方面，公司的3MW产品快速成长，规模远超越金风科技。

图表1 公司2012中主营收入和毛利率变化一览表

金风	收入（百万）	收入变化	毛利率	毛利率变化
1.5MW	2524	-44.5%	10.8%	下降 7.8 个百分点
2.5MW	133	0.4%	7.2%	提高 13.6 个百分点
合计	3483	-32.9%	13.8%	下降 7.4 个百分点
<hr/>				
华锐	收入（百万）	收入变化	毛利率	毛利率变化
1.5MW	1196	-77.3%	2.7%	下降 16.9 个百分点
3MW	1890	4236%	9.7%	减少 17.6 个百分点
合计	3086	-42.0%	7.0%	下降 12.7 个百分点

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

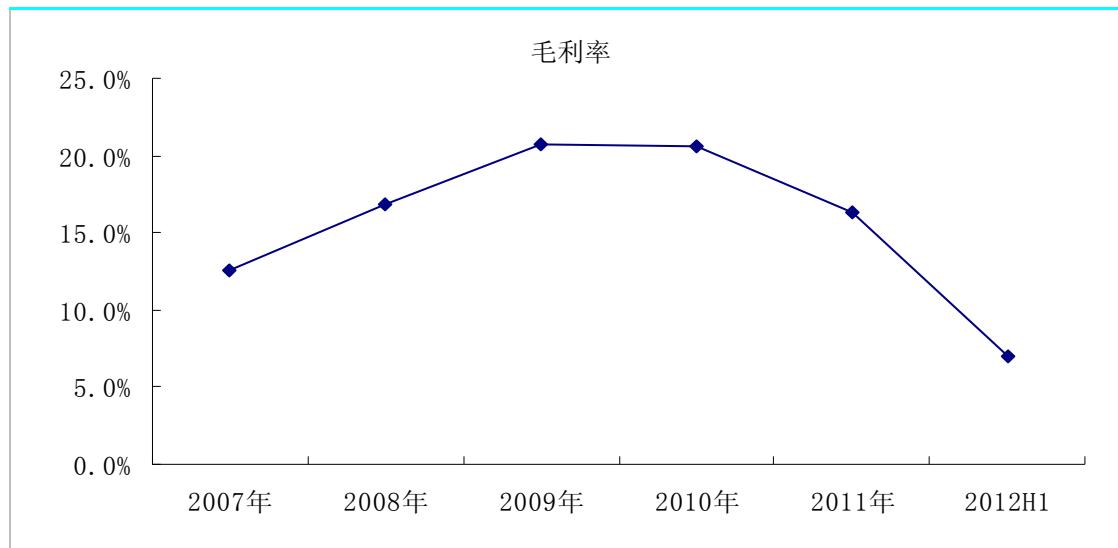


2、毛利率维持相对低位

上半年，公司的综合毛利率下降是重要特征。其中，1.5MW和3MW的毛利率都具有较大幅度的下降。在这一点上，与金风科技基本一致。

从毛利率变化趋势看，2009~2010年是高点，2010年下降5个百分点左右，2012中期再次大幅下降。我们认为，目前基本亏损的毛利率再度下降的空间有限。

图表2 公司综合毛利率变化对比图



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

3、定单不比金风少

金风科技：公司在手定单为4339MW（**1.5MW为2244台，3MW为246台**），比上年同期的3315MW增长31%。公司持有的含未签订的定单为7806MW，比上年的7327MW增长7%。

华锐风电：公司在手定单为4893MW（**1.5MW为2415台，3MW为422台**），比上年同期的4114MW增长19%。公司持有的含未签订的定单为14348MW，比上年的13802MW增长4%。

图表3 公司 2012 中定单一览表

	在手定单(MW)	同比	中标定单(MW)	同比
金风	4339	31%	7806	7%
华锐	4893	19%	14348	4%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

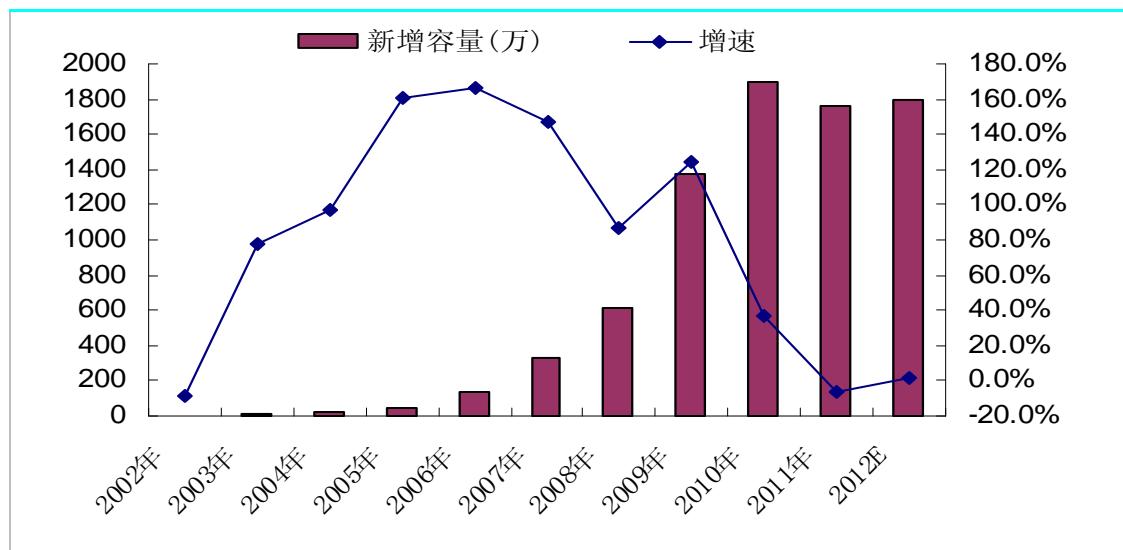


4、行业压力的两个层面

行业增速放缓

2011年，行业规模为1763万千瓦，同比下降5%左右，这是近年来的首次下降。对于**2012年的行业总体判断，下降是大概率事件。**

图表4 全国新增装机年度变化对比图



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

行业竞争加剧

一线品牌的地位有所下降，是**2011年行业竞争格局的重大变化**。2011年，金风排名跃居第一，规模与上年持平，从3735MW变为3600MW，华锐风电，下降为第二，规模从4386 MW 下降为2939 MW，幅度超过30%，东方电气则从2624 MW 下降到946 MW，从第三变为第五，同比下降65%。

相对而言，二线品牌总体增长，但幅度有差异。明阳从1643 MW提升到2847 MW，增幅超过70%，湘电股份从507 MW 提升到712 MW，增长较快。联合动力从1050 MW到1177 MW、上电从598 MW到708 MW，呈现平稳增长。

5、现金流有压力

从现今流量表看，经营为负数，流入37.9亿比30.9亿高7亿，基本正常，可能有贷款的滞后因素。净额为负



数，表明经营的压力。筹资流出**26.6亿**，净额为**22.9亿**，表明还款压力大。

图表5 公司现金流状况一览表

经营活动		筹资活动	
经营流入	37.9 亿	筹资流入	3.7 亿
经营流出	43.6 亿	筹资流出	26.6 亿
净额	-5.7 亿	净额	-22.9 亿
净额总计	-36.3 亿		

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

6、盈利预测及投资建议

我们预计2012年、2013年和2014年每股收益分别为0.01元、0.13元和0.25元，虽然股价调整很充分，但随着行业进入微利时代，不确定因素在增加，5.81元股价对应的PE也并不低，我们维持“审慎推荐”投资评级。

图表6 公司主营收入和毛利率变化一览表

百万	2011 年	2012E	2013E	2014E
一、1.5 兆瓦				
收入	9402	11000	12100	13750
数量	1664	2000	2200	2500
单价	5.65	5.50	5.50	5.50
毛利率	17.0%	5.0%	8.0%	10.0%
毛利	1598	550	968	1375
二、2.5 兆瓦等				
收入	1036	3600	4400	5000
数量	74	300	400	500
单价	14.00	12.00	11.00	10.00
毛利率	9.1%	10.0%	12.0%	15.0%
毛利	94	360	528	750
三、其他				
收入	3	4	4	5
增长率	10.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	30%	25%	25%	25%
毛利	1	1	1	1
五、合计				
收入	10441	14604	16504	18755
增长率	-48.9%	39.9%	13.0%	13.6%
毛利	1693	911	1497	2126
毛利率	16.2%	6.2%	9.1%	11.3%



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图表7 盈利预测表

百万	2011年	2012E	2013E	2014E
一、营业利润				
营业收入	10436	14604	16504	18755
减：营业成本	8736	13693	15007	16629
减：营业税金及附加	37	52	59	67
减：营业费用	296	190	215	244
减：管理费用	405	446	490	539
减：财务费用	27	19	13	9
减：资产减值损失	418	334	267	214
加：投资收益	12			
营业利润	529	-130	453	1053
二、利润总额				
加：营业外收支	210	168	134	108
利润总额	739	38	587	1160
三、净利润				
减：所得税	-36	5	70	139
净利润	776	34	517	1021
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	0			
归属母公司净利润	776	34	517	1021
总股本（百万）				4020.40
EPS(元)	0.19	0.01	0.13	0.25

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

7、风险因素：

- (1)、毛利率波动的风险；
- (2)、行业增长的不确定性





免责声明：

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777
P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号
TEL:021-68551658 FAX:021-68551281
P.R.China:200135